

稳定增长深化改革 预期与资产价格修复之年

中国银河宏观研究宏观经济动态报告第 1 期

核心内容:

★总体而言，当前经济基本面下行压力延续，工业生产、消费、制造业与房地产投资、就业市场等多方面指标均面临压力，预计逆周期宏观政策将坚持积极扩张，债券市场的牛市前景仍未终结。权益市场在逆周期调节政策与改革预期逐步兑现的基础上，有望继续收获风险偏好修复的结构性机会，但是仍然不能全然背离经济及企业业绩的基本面因素，当前的政策与监管环境也难以容许肆意加杠杆炒作的行为。因此，对权益市场的结构性行情谨慎乐观。

★全球经济景气度预计持续回落，世界经济形势预计仍然显现出分化特征。从世界各主要经济体制造业 PMI、全球贸易形势等方面看，多数国家的经济景气度已经见顶回落，世界各主要经济体经济增速均有一定放缓压力。但我们预计，全球经济增速和货币政策仍然会显现出分化态势，美国虽有经济增速向下换挡压力，但其经济及货币政策周期仍然会强于其他经济体。

★就业稳定的关键在于大力发展民营经济，减轻广大民营企业成本负担，为民营企业提供更有有效的金融支持和服务。2019 年，面对复杂的内外经济形势，决策层首次将就业优先政策置于宏观政策层面，提出就业是民生之本、财富之源，表明决策层对于稳增长的落脚点有清晰的认识，稳增长的重大意义之一就在于稳定就业，防范社会公共风险。

★稳定与扩大内需方面，消费和投资成为今年的政策重点。决策层提出要充分发挥消费的基础作用，投资的关键作用，稳定国内有效需求，为经济平稳运行提供有力支撑。促进消费方面，要求多措并举促进城乡居民收入，增强消费能力。多渠道增加优质产品和服务供给。整体看，稳增长在 2019 年要优先于防风险与调结构，政府显然已经注意到过去一年多种紧缩政策叠加效应，对经济金融运行所产生的冲击。

★深化改革方面，决策层提出深化重点领域改革，加快完善市场机制。其中，完善资本市场基础制度，促进资本市场健康发展成为政策关注的重点。我们认为，发展现代资本市场已经成为服务实体经济、促进经济结构优化与要素资源优化配置的关键。

分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

执业证书编号: S0130515030003

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 66561871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

目录

国际经济动态：世界主要经济体景气度下行	4
2018 年全球经济复苏形势分化	4
2019 年世界经济形势展望 美国经济总体仍强于世界主要经济体	7
国内经济动态：稳增长与促改革的统筹与权衡	16
复杂内外形势下的经济变局	16
通胀全年温和，谨防负债-通缩螺旋	21
利率下行的趋势与资产价格的机遇所在：基于 IS-LM 模型的逻辑推理	28
小结：深化改革与逆周期调节并重 市场预期与资产价格逐步修复	31

图表目录

图 1. 摩根大通全球制造业 PMI	4
图 2. 全球主要经济体制造业 PMI	4
图 3. 美欧日等主要经济体通胀水平	4
图 4. 全球主要经济体 10 年期国债收益率	4
图 5. 国际货运主要指数	5
图 6. 全球主要权益市场指数变化	5
图 7. 美国经济运行区间	6
图 8. 新增非农就业与失业率	6
表 1. 美联储 2018 年政策利率提升进程一览	6
图 9. 美联储央行资产负债表缩减进程	7
图 10. 供给端分项对美国经济的贡献	8
图 11. 美国经济实际及潜在增速水平	8
图 12. 美国 ISM 制造业 PMI	8
图 13. 美国 ISM 非制造业 PMI	8
图 14. 美国个人消费支出占世界经济比例	9
图 15. 美国家庭利息支出	9
图 16. 美国产出缺口与劳动生产率	10
图 17. 通胀指数与失业率水平	11
图 18. 失业率缺口与衰退可能性	13
图 19. 通胀指数与私人部门时薪变化	14
图 20. 美国经济衰退预期指标	15
图 21. 工业增加值预计继续承压	17
图 22. 上游行业、制造业增速预计回落	17
图 23. 社零同比继续放缓	17

图 24. 地产相关消费受前期地产销售影响弱化	17
图 25. 固定资产投资增速企稳	17
图 26. 制造业与房地产投资增速后续承压	18
图 27. 固定资产投资增速平稳	18
图 28. 制造业与房地产投资增速后续承压	19
表 2: 1-2 月社融各项变化	20
图 29. M1、M2 同比增速	21
图 30. 2018 年 CPI (单位: %)	22
图 31. CPI 与货币供给 (单位: 元)	23
图 32. 原油价格变化 (单位: 美元/桶)	24
表 3: 2019 年单月原油价格变化给 CPI 带来的影响	24
图 33. 各国物价变化 (单位: %)	25
图 34. 猪肉价格涨跌 (单位: 元)	25
图 35. 生猪市场有规律性的涨跌 (单位: 元)	26
图 36. 生猪出栏量 (单位: 万头)	26
图 37. 寿光蔬菜价格	27
图 38. 2019 年 CPI 单月预测 (单位: %)	28
表 4. 2019 年 CPI 预估 (单位: %)	28
图 39. IS-LM 模型推导利率下行趋势图解	30

国际经济动态：世界主要经济体景气度下行

1. 2018 年全球经济复苏形势分化

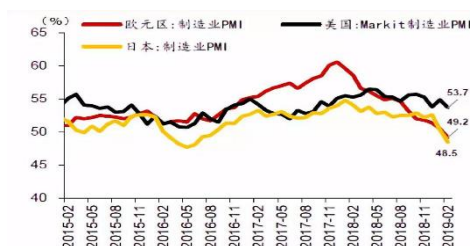
全球景气周期接近尾声。2018 年，在经历了 2017 世界经济同步复苏进程之后，全球经济复苏趋于分化，经济景气周期进入后半程，唯有美国经济在其扩张性财政政策刺激之下于年内一枝独秀，创下良好的经济增长纪录。本轮全球经济景气周期自 2016 年 2 季度开始回升，制造业和服务业 PMI 分别持续上涨了 6 和 7 个季度之后，分别于 2017 年 4 季度和 2018 年 1 季度达到高点。进入 2018 年 2 季度之后，景气程度开始从高位持续回落。4 季度摩根大通全球综合 PMI 和全球制造业月均值分别为 53.0 和 51.8，分别较 2018 年 3 季度均值回落 0.3 和 0.7%。

图 1. 摩根大通全球制造业 PMI



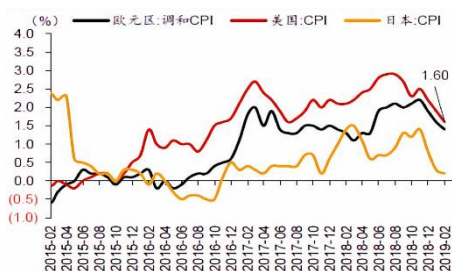
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 2. 全球主要经济体制造业 PMI



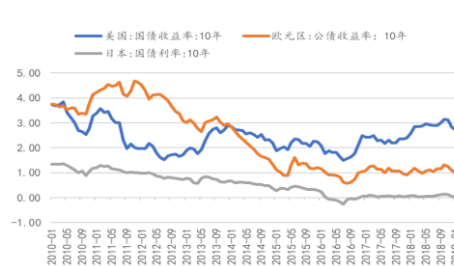
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 3. 美欧日等主要经济体通胀水平



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

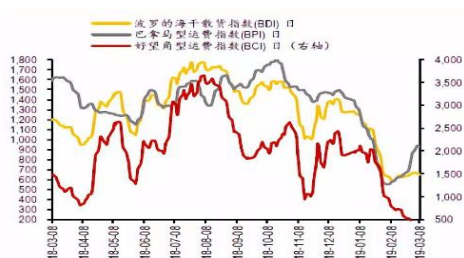
图 4. 全球主要经济体 10 年期国债收益率



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

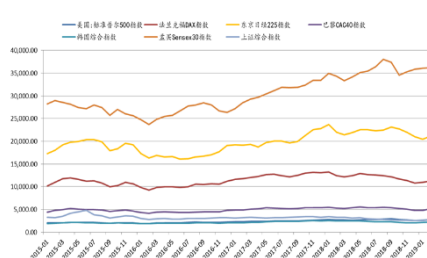
全球贸易形势逐渐收缩。主要发达经济体中,美国2018年出口同比增速为7.62%,较2017年增加了1.06个百分点;欧盟2018年出口同比增速为4.49%,比2017年降低了2.66个百分点;日本2018年出口同比增速4.3%,比2017年降低了6.93个百分点;主要新兴经济体出口增速分化,韩国、越南、俄罗斯2018年出口同比增速较2017年下降较多,印尼和印度也有小幅下降,但巴西2018年较2017年的出口同比增速有了较明显改善。全球贸易在主要经济体复苏进程放缓及贸易保护主义负面影响下,显现更多不确定性。

图 5. 国际货运主要指数



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

图 6. 全球主要权益市场指数变化



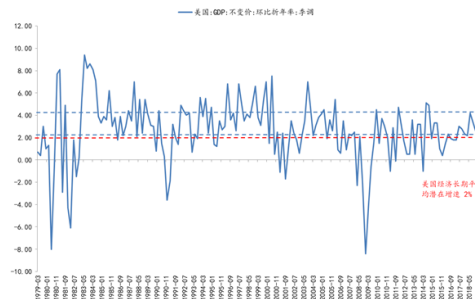
资料来源: Wind 中国银河证券研究院

全球金融市场震荡加剧, 波动性显著上升。2018年以来, 在美联储稳步退出货币宽松, 全球流动性收缩加剧、全球主要经济体复苏放缓、以及中美博弈加剧等因素共同冲击下, 全球金融市场风险剧烈增加。VIX 波动率指数从2017年年末的11.04上行至2018年年末的25.42。整体来看, 发达经济体与新兴市场经济体, 股市均震荡下行; 2018年全年, 美国道琼斯指数涨跌幅-5.63%, 振幅21.2%, 日经225指数涨跌幅-12.08%, 振幅24.16%, 香港恒生指数涨跌幅-13.61%, 振幅29.89%, 上证综指涨跌幅-24.59%, 振幅34.41%。印度孟买sensex30涨跌幅5.91%, 振幅19.10%;

美国2018年经济全年表现亮丽, 联储货币政策宽松退出进程稳步推进。2018年美国四个季度GDP年化环比分别增长2.2%, 4.2%, 3.4%和2.6%, 全年GDP平均增速达到2.9%, 为2015年以来最高, 二季度更创纪录超过4%, 显著高于美国经济2%左右的长期潜在增速水平, 显示美国经济当前已经过热。2-3季度美国经济表现是过去10年中最好的6个月之一。

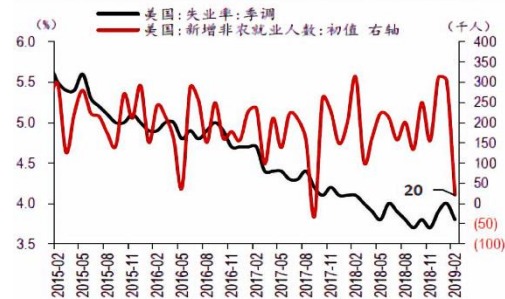
就业市场不断趋紧, 整体处于充分就业态势。美国2018年12月失业率依旧维持低位3.90%, 回升至7月份水平, 2018年全年平均失业率3.89%, 略高于1969年以来的最低水平3.7%。12月劳动力参与率63.1%, 略高于前值, 而全年平均劳动参与率62.88%, 处于2016年6月以来历史峰值水平。12月新增非农就业人数22.7万人, 远高于预期18.4万人和前值19.6万人, 2018年全年平均新增22.33万人。收入增速方面, 美国12月平均每小时工资同比增长3.34%, 全年平均同比增长2.99%, 符合预期。薪资高涨更大的意义应该在于, 通胀将有望维持相应上行动力。用工需求仍强劲, 在失业率创近五十年新低之时, 企业要提供更好的薪酬, 这也为美联储防止经济过热而循序渐进加息至中性利率水平提供了数据支撑。

图 7. 美国经济运行区间



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 8. 新增非农就业与失业率



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

美联储基于 2018 年经济形势及就业市场态势所隐含的通胀预期，稳步执行货币政策宽松退出（提升政策利率+缩减央行资产负债表）计划。2018 年美联储于 3 月、6 月、9 月和 12 月加息 4 次，每次加息 25 个基点。自 2015 年 12 月启动本轮加息周期以来，美联储已加息 9 次，目前联邦基金利率区间为 2.25%-2.5%。美联储加息 25 个基点后，全球多个国家或地区货币当局跟随加息（如巴林、阿联酋和中国香港地区），将基准利率提高 25 个基点，以应对资本外流和货币贬值压力。

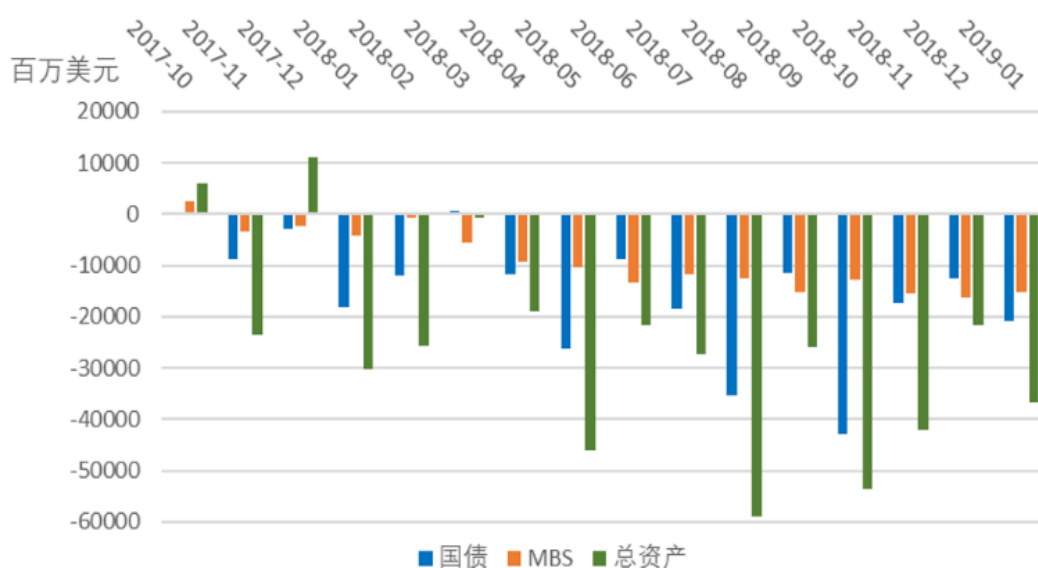
表 1. 美联储 2018 年政策利率提升进程一览

日期	利率决议	会议要点和声明变化	官方预测摘要	市场反应
2018-03-21	加息 25BP	所有委员都预计未来将有更快的 GDP 增长、更高的通胀和更多的加息，对通胀达到 2% 的目标信心增强。声明称劳动力市场得到强化，经济温和增长，重申经济允许未来美联储逐渐加息。	预计 2018 年将共加息 3 次	美股冲高回落；美元指数大幅走低；亚洲股市反应不一
2018-06-13	加息 25BP	声明删除了“利率可能在一段时间内继续低于预期的长期水平”这一前瞻指引，显示美联储对进一步加息信心更充足。	预计 2018、2019 与 2020 年加息 4、3 和 1 次	美股收跌；美国 10Y 国债利率突破 3%；美元指数冲高回落；亚洲股市普跌
2018-09-26	加息 25BP	声明删除了“宽松”立场。16 名 FOMC 委员中支持加息 4 次的人数由 6 月份的 8 位上升至 12 位。	预计 2018、2019 与 2020 年加息 4、3 和 1 次	美股跳水；美国 10Y 国债收益率回落；美元跳水；亚洲股市普跌
2018-12-18	加息 25BP	声明重申渐进加息。16 名 FOMC 委员中还有 6 人预期 2019 将加息 3 次或更多，比之前少了 3 人。	预计 2019、2020 与 2021 年加息 2、1 和 0 次	美股大跌；美国 10Y 国债收益率回落；美元指数走强；亚洲股市普跌

资料来源：中国银河证券研究院

缩减央行资产负债表方面，2017 年 9 月 20 日美联储宣布，从 2017 年 10 月开始计划缩减资产负债表规模，采取被动缩表方式逐步减少到期再投资，计划 2017 年 10 月至 12 月每月缩减 60 亿美元国债和 40 亿 MBS 的购买，缩表上限每 3 个月调整一次，至 2018 年 10 月，两项到期再投资上限预计提升至 300 亿美元和 200 亿美元。从开始缩表至 2019 年 1 季度，美联储每月缩表规模如图 9 所示。

图 9. 美联储央行资产负债表缩减进程



资料来源：CEIC，中国银河证券研究院

2. 2019 年世界经济形势展望 美国经济总体仍强于世界主要经济体

全球经济景气度预计持续回落，但世界经济形势预计仍然显现出分化特征。从世界各主要经济体制造业 PMI、全球贸易形势等方面看，多数国家的经济景气度已经见顶回落，世界各主要经济体经济增速均有一定放缓压力。但我们预计，至少在今年上半年，全球经济增速和货币政策仍然会显现出分化态势，美国经济及货币政策周期仍然会强于其他经济体。

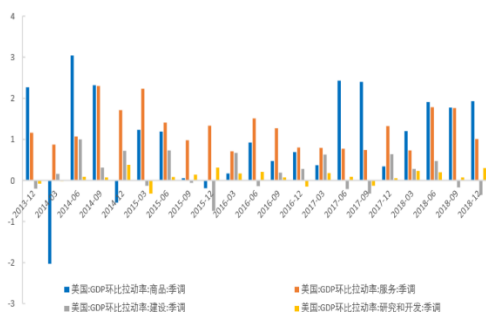
美国经济虽然在今年有增速向下换挡的压力，但总体看尚在继续扩张路径中。从供给端各分项对美国 GDP 环比拉动率来看，目前美国经济的动能主要由制造业贡献，商品对美国 GDP 贡献 1.93 个百分点，较三季度上升 0.16 个百分点。而服务对美国 GDP 贡献 1.01 个百分点，较三季度下降 0.75 个百分点。

(1) 经济的供给与需求两侧均有一定压力

目前，美国制造业仍处于扩张区间，美国制造业产能利用率在 2018 年呈现上升趋势，制造业对美国经济增长形成支撑。应当注意到，美国制造业动能自 2018 年底开始确有放缓迹象，2019 年初制造业活动增速继续出现回落。展望全年，世界贸易和地缘政治局势的不确定性延续、主要经济体增速放缓、以及投资需求放缓都可能给美国国内制造业带来压力，但总体来看其经济景气度仍在扩张区间。从美国 ISM 制造业 PMI 指数来看，2018 年美国制造业 PMI 一直处于 50 荣枯线以上，虽然自 2018 年 8 月以来有所下行，仍在扩张区间，表明制造业仍在扩张。

服务业方面，美国 ISM 非制造业 PMI 指数已连续 109 个月处于扩张区间，表明美国非制造业持续呈扩张态势。非制造业 PMI 自 2018 年年初以来逐步降至 7 月 55.7% 的低位后持续回升，但在年末又出现回落，显示美国非制造业动能仍在扩张，但增速有所放缓。2019 年初非制造业 PMI 的下滑主要是新订单指数和新出口订单指数急剧下滑推动的，特别是非制造业新出口订单指数在 1 月仅录得 50.5%，较前值大幅下跌 9%，跌幅创 2007 年金融危机以来最大。未来美国服务业仍可能受劳动力市场饱和与扩张性政策的支持，但全球国际贸易的不确定性，以及内外需求走弱预计令美国服务业面临需求端压力。

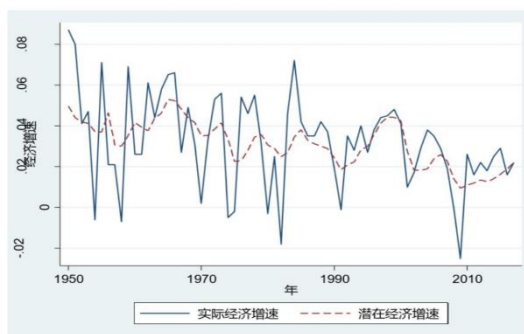
图 10. 供给端分项对美国经济的贡献



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 12. 美国 ISM 制造业 PMI

图 11. 美国经济实际及潜在增速水平



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 13. 美国 ISM 非制造业 PMI

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13445

